

【申银万国期货】通胀结构性逆转，稳信用仍在路上

——央行金融&通胀统计数据解读

2021 年 12 月 10 日

摘要：

分析师：唐广华

从业资格号：F3010997

投资咨询号：Z0011162

电话：021-50586292

邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

联系人：叶慧超

从业资格号：F03086553

电话：021-50581703

邮箱：yehch@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn

- 11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4745 亿元，比 2019 年同期多 6163 亿元，高于市场预期。在人民币贷款和政府债券高于去年同期的情况下，11 月末社会融资规模存量为 311.9 万亿元，同比增长 10.1%，略低市场预期，显示地方债发力下稳信用已经开始。
- 11 月末，广义货币 (M2) 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，增速比上月末回落 0.2 个百分点，比上年同期低 2.2 个百分点；M2 回落主要受年底缴税大月以及财政支出规模较大影响。具体来看，财政性存款下降 7281 万亿元，同比少增 5424 亿元。企业存款增加 9451 亿元，同比增加 968 亿元，居民存款增加 7308 万亿元。
- 2021 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.5%。全国工业生产者出厂价格同比上涨 12.9%，环比上涨 0%，工业品价格受全球供应链缺口复苏收缩。今年下半年以来原油供需缺口持续扩大，库存走低，油价保持持续上涨，美国释放 5000 万桶原油储备消息落地后油价反而拉升，证明原油供应偏紧。不过 Omicron 病株出现导致市场恐慌情绪剧增，原油需求不确定性显著增加，原油价格剧烈震荡。
- 12 月 9 日晚间，央行宣布自 12 月 15 日起上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点至 9%，为年内第二次上调。外汇存款准备金是指金融机构每月 15 日之前需按照上月末外汇存款的一定比例交存央行的存款，其中美元、港币存款按原币种交存，其他币种的外汇存款折算成美元交存，外汇存款准备金不计付利息。上调外汇准备金率旨在增加银行持有外汇的成本，迫使商业银行卖本币买外币，变相打压人民币多头。



申银万国期货
宏观金融研究

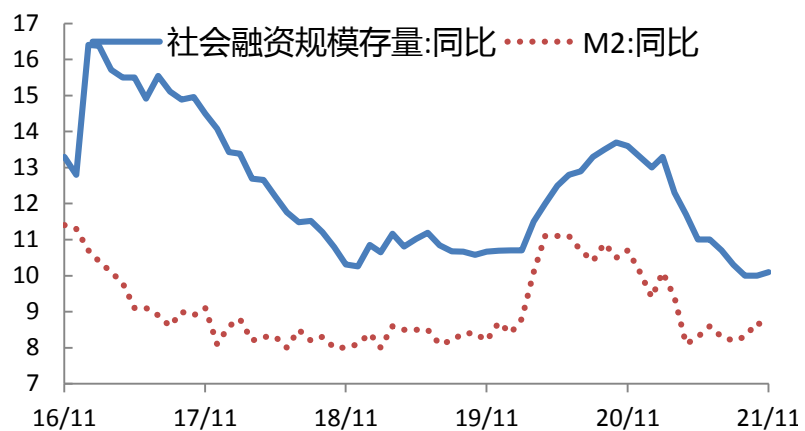


申银万国期货研究

一、事件

11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4745 亿元，比 2019 年同期多 6163 亿元。10 月末社会融资规模存量为 311.9 万亿元，同比增长 11.86%，广义货币 (M2) 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，狭义货币 (M1) 余额 63.75 万亿元，同比增长 3.0%。

图 1：社会融资规模存量与 M2 同比走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

二、政府债券发行增加，地产融资仍在低位

11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4745 亿元，比 2019 年同期多 6163 亿元，高于市场预期。在人民币贷款和政府债券高于去年同期的情况下，11 月末社会融资规模存量为 311.9 万亿元，同比增长 10.1%，略低市场预期，显示地方债发力下稳信用已经开始。

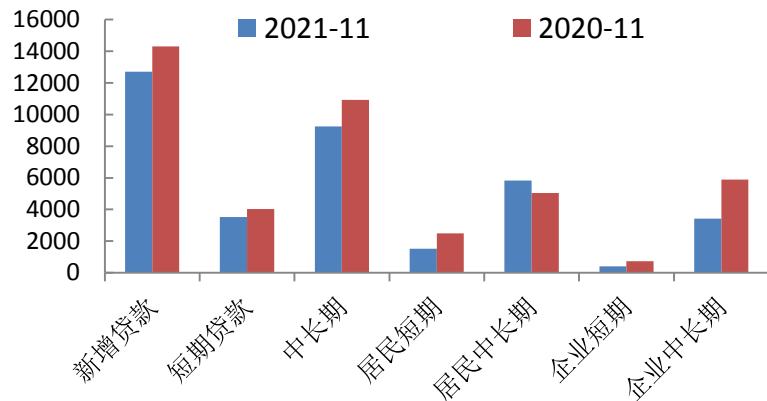
1、居民贷款恢复，企业中长期融资意愿较弱

11 月份人民币贷款增加 12700 亿元，同比少增 1600 亿元，主要是票据融资和居民中长期贷款多增明显，居民贷款同比保持稳定，企业中长期贷款依旧低迷。

具体看，居民贷款当月增加 7337 亿元，比去年同期减少 197 亿元，其中，短期贷款比去年同期减少 969 亿元，中长期贷款比去年同期增加 772 亿元，说明房贷已经边际放松，居民合理购房需求正在得到满足，贷款审批已经加速。企业短期贷款增加 410 亿元，与去年少减 324 亿元，中长期贷款增加 3417 亿元，比去年同期少增 2470 亿元，自 7 月份以来持续走弱，说明房企融资环境仍旧严峻，稳信用还未传递至实体层面。票据融资当月增加 1605 亿元，比去年同期多增 801 亿元，临近资管新规过渡期结

束，金融机构加速转型现有产品，同时恒大事件影响市场信心，房企票据融资渠道压缩明显。

图 2：新增贷款分项情况

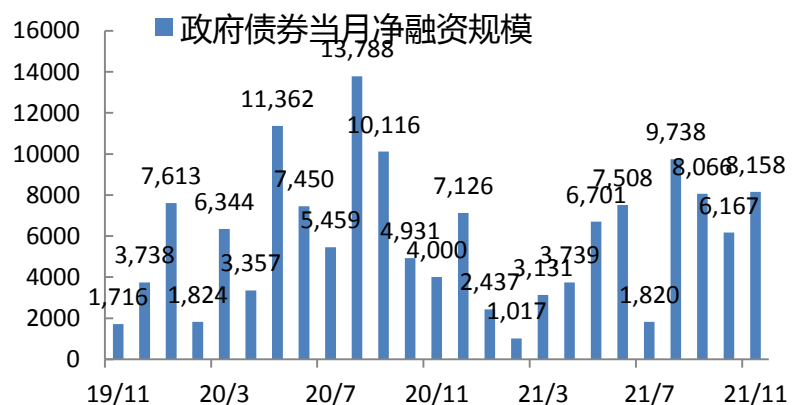


资料来源：Wind，申万期货研究所

2、政府债券高于去年同期

政府债券当月新增仅 8158 亿元，同比增加 4158 亿元，政府债券融资大幅高于去年同期。8 月份以来政府债券发行逐步加大，去年 11 月受永煤违约事件冲击，企业债券净融资仅为 840 亿元，叠加今年 11 月城投债净融资有所改善。但 11 月尚未完成全年新增专项债额度，12 月提前下发明年额度概率降低。企业债券融资当月新增 4104 亿元，同比小幅增加 3264 亿元，估计得益于房企债券融资放开。

图 3：社会融资规模中政府债券当月值（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

3、地产融资尚在黎明之前

12 月 6 日政治局会议提出“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展

展和良性循环”，货币政策对于居民购房需求的呵护持续显现。但企业中长贷 11 月新增仅 3417 亿，较 19 年和 20 年同期分别少增 789 亿和 2470 亿，明显低于预期，反映房地产开发贷款仍然偏冷。11 月 19 日市场传出开发贷放松，估计尚未在本月数据中体现，但恒大事件对市场信心影响较大，地产产业链风险集中暴露下商业银行对于地产开发贷的投放依然较为谨慎，地产融资尚在黎明之前。

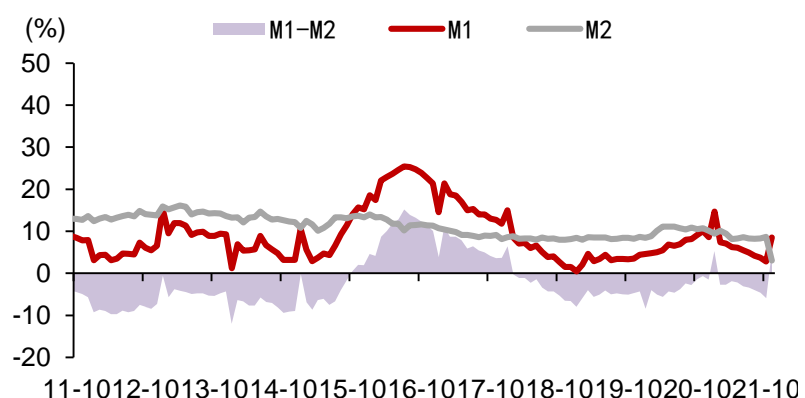
4、社融存量增速将逐步企稳

在人民币贷款和政府债券高于去年同期的情况下，11 月末社会融资规模存量为 311.9 万亿元，同比增长 10.1%，略不及预期。资管新规过渡期即将到期，表外融资规模继续收缩 2538 亿，低基数下同比少增 495 亿。央行 12 月中旬全面降准 50BP 释放 1.2 万亿左右的资金，加上近期绿色再贷款工具的推出和落地，12 月流动性得以保持合理充裕，今年年底至明年年初的信用环境有望企稳改善。

三、货币增速回落，政策终于破局

11 月末，广义货币 (M2) 余额 235.6 万亿元，同比增长 8.5%，增速比上月末回落 0.2 个百分点，比上年同期低 2.2 个百分点；M2 回落主要受年底缴税大月以及财政支出规模较大影响。具体来看，财政性存款下降 7281 万亿元，同比少增 5424 亿元。企业存款增加 9451 亿元，同比增加 968 亿元，居民存款增加 7308 万亿元。

图 4：M2、M1 及其差额同比走势



资料来源：Wind，申万期货研究所

11 月 M1 余额 63.75 万亿元，同比增长 3.0%，增速分别比上月末高 0.2 百分点，但不及去年同期。表外融资整体收缩、财政融资不及去年同期，但一行两会释放明显地产融资维稳信号，PPI

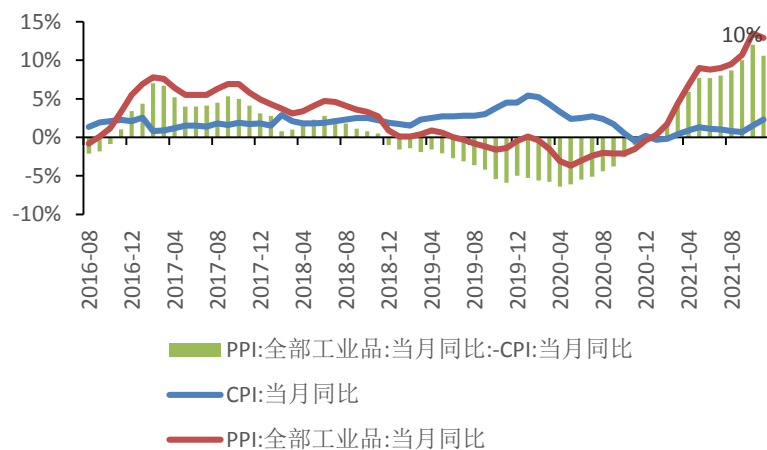
同比回落下企业去库存即将走完，企业活期资金需求边际抬头，推升 M1 增速。M2 与 M1 同比增速差，由 5.9 个百分点走阔至 5.5 个百分点。M1 转向与 11 月经济数据转暖相一致，说明前期 1.2 万亿碳减排工具以及清洁能源再贷款已经传递至企业，但 M2 回落说明信贷需求上仍受到经济下行压力增加、地产政策宽松有限等多方面的影响，回升力度较弱。

12 月 6 日召开的政治局会议强调宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。随后央行呼应总理讲话，6 日晚间宣布普遍降准 50 个基点，释放 1.2 万亿流动资金，我们认为市场呼吁近两月后央行终于有所反应，呵护经济基本盘意图明显，同时通胀回落和资管新规过渡期即将结束打消了央行此前的顾虑。

四、PPI 边际回稳，通胀高峰已过

2021 年 11 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.5%。全国工业生产者出厂价格同比上涨 12.9%，环比上涨 0%，工业品价格受全球供应链缺口复苏收缩；但工业生产者购进价格同比上涨 17.4%，环比上涨 1%。

图 5：PPI-CPI 剪刀差有所缓解



资料来源：Wind，申万期货研究所

从通胀构成上看，本月 PPI 开始回落，主要由新涨价因素推动。随着能耗双控被纠偏，保供稳价政策力度较强，煤炭价格明显下跌，螺纹钢、电解铝、水泥等高耗能工业品价格出现了普遍回落，其中煤炭采选、黑色冶炼、有色冶炼环比分别下跌 4.9%、4.8%、1.2%；不过，由于海外天然气供需缺口以及电力市场化改革的进一步推进，天然气和电价出现了显著上升，对 PPI 有一定支撑，根据测算，石油天然气开采、电力、燃气供应三项对于 PPI

环比贡献约为+0.3%。截止到11月中旬，中国大宗商品能源类价格指数达到157.34，较上月高峰有所回调。今年下半年以来原油供需缺口持续扩大，库存走低，油价保持持续上涨，11月下旬国际油价受Omicron变异病毒影响冲高回落，12月初布伦特原油现货价跌破70大关，下探至68.94美元/桶。但美国释放5000万桶原油储备消息落地后油价反而拉升，证明原油供应偏紧。不过Omicron病株出现导致市场恐慌情绪剧增，原油需求不确定性显著增加，原油价格剧烈震荡。但Omicron病毒致死率目前并不高，此前市场过度反应，再加上伊朗核协议谈判结果预期不乐观，OPEC尚未实质性增产，原油价格预计收回此前失地。

CPI方面，本月服务业上涨是主要助推。2.5%同比主要受食品价格回暖以及翘尾因素推动。其中，CPI分项中猪肉、鲜菜、鲜果分别上涨12.2%、6.8%、4.3%，对CPI环比贡献合计达到了0.4个百分点。非食品方面，由于原油、天然气等价格居高，交通燃料、水电燃气等价格有所增长，但由于国内疫情多地区爆发，服务业修复受到较大冲击，机票、宾馆、旅游等价格均有所回落。猪肉价格在10月探底后显著回暖，农业农村部口径11月下旬全国猪肉均价回升到28.6元/公斤，较10月下旬回升幅度约15%，主要受春节前居民腊肉腌制需求高涨、前期亏损导致肥猪供应紧缺和10月政府收储效应影响，但生猪供应过剩局面预计持续至一季度末，猪价难有长期行情。

五、央行打击人民币投机多头

12月9日晚间，央行宣布自12月15日起上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点至9%，为年内第二次上调。外汇存款准备金是指金融机构每月15日之前需按照上月末外汇存款的一定比例交存央行的存款，其中美元、港币存款按原币种交存，其他币种的外汇存款折算成美元交存，外汇存款准备金不计付利息。上调外汇准备金率旨在增加银行持有外汇的成本，迫使商业银行卖本币买外币，变相打压人民币多头。

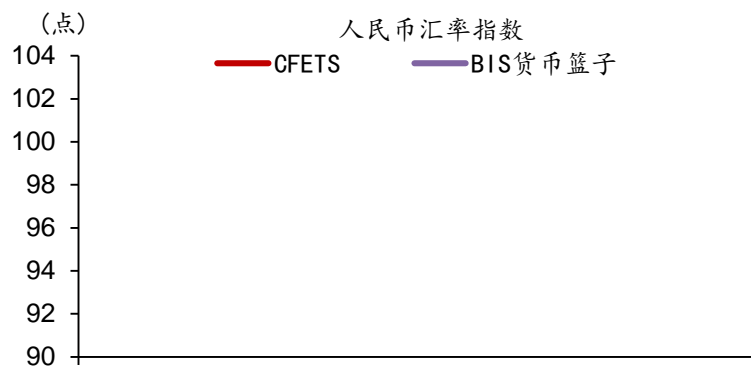
1、四季度人民币投机旺盛

今年9月以来，美元指数累计走强3.6%。与此同时，受益于国内结汇需求的持续释放，人民币兑美元汇率不降反升至6.36的高位，9月以来累计升值1.9%，人民币兑一篮子货币的汇率指数的涨幅更是高达4.3%，创下了人民币和美元指数走势背离的罕见局面。今年11月召开的全国外汇市场自律机制第八次工作会议强调，人民币汇率偏离程度与纠偏力量成正比，显示当时监管部门已经在关注人民币汇率走势，再往前一次7月的外汇市场自律机制也提到了人民币“过度投机”，本次时隔半年多后央行再次打击投机多头，向市场警示意味明显。

2、加强预期管理，人民币波动预计加剧

11月19日发布的第三季度的货币政策执行报告在“下一阶段主要政策思路”部分，对于人民币汇率预期的表述也从二季度的稳定预期变为加强预期管理，释放后续人民币汇率预期引导的信号。全国外汇市场自律机制第八次工作会议也提出“未来人民币汇率既可能升值，也可能贬值，双向波动是常态，合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比”。由于当前我国金融机构外汇各项存款余额规模约10200亿美元，上调2%的外汇存款准备金率将锁定约204亿美元，对整体银行间市场影响不大。

图6：人民币近期来走势偏离基本面



资料来源：Wind，申万期货研究所

从前几次央行调整后，人民币汇率的表现来看，上调外汇存款准备金率并没有对人民币升值趋势产生太大的影响。在上一轮的调整中，在岸人民币汇率从5月31日的6.3607调至6月23日的6.4808，年底处于银行结汇高峰，对汇率的影响预计边际趋弱。

中长期来看，汇率必须回归到经济基本面。当前全球疫苗接种不均衡问题仍未解决，多数发展中国家在至少一剂疫苗的接种率上推进较慢，因此预计疫情对全球经济修复的扰动仍将持续。中期维度来看，考虑到全球疫情反复、供应链修复尚需时日、外需保持韧性等因素，出口或继续维持亮眼表现，将持续为人民币需求提供支撑。但美联储Taper实施节奏预计加速，2022年加息进程有不确定性，人民币短期内有贬值压力，双向波动幅度预计扩大。

申银万国期货宏观及金融研究团队

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。